

がれきの中の投資機会



ティム・レアリー
シニア・ポートフォリオ・
マネジャー



アンドレス・スキーバ
米国クレジット・ヘッド

2022年10月

足元の金融市場は厳しい状況にあるものの、依然として見出されるのを待っている投資機会があると考えています。今年の経済変動を振り返りながら、米国クレジット債のヘッドであるアンドレス・スキーバとレバレッジド・ファイナンス・チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるティム・レアリーに、今後のクレジット市場に依然として可能性があると考えられる理由と2023年の見通しを聞きました。

足元の経済変動の状況を考慮して、債券市場に依然として投資機会があると考えますか。

アンドレス・スキーバ（AS）：債券市場には見出されるのを待っている投資機会があると感じています。利回りが9%を超えるなか、米国ハイ・イールド債をやや選好していますが、投資適格債にも投資機会があると見ています。

この12ヶ月間で最も予想外だったことのひとつは、企業の利益マージンがいかにうまく保たれているかということです。これは意外なことでしょうか。

ティム・レアリー（TL）：ハイ・イールド債やレバレッジド・ファイナンスに関する誤解として、一般的にインフレは総合するとマイナス要因であるというものがあります。代表的な指数を見ると、企業のEBITDAマージンは過去最高水準となっており、企業が消費者に価格を転嫁し、以前より多くのキャッシュフローを生み出していることから、5四半期連続でレバレッジの解消が進んでいます。これにより、ハイ・イールド債のレバレッジは過去10年間で最も魅力的な水準にあります。企業のバランスシートは非常に健全な状態にあり、債務残高の多くを固定金利に借り換えているため、資本コストも固定化されています。年間支払利息に対するキャッシュフローの額は、過去最高水準にあります。今後、厳しい景気後退に突入したとしても、ハイ・イールド債はその嵐を切り抜けることができる位置にあると思います。

不確実性が高まる中、多くの機関投資家は、ハイ・イールド債券に投資をする前に、より格付けの高い資産を重視する可能性が高くなりそうです。これは合理的なことでしょうか。

AS：とても合理的だと思います。主要国債利回りの上昇による痛みが落ち着けば、キャリー収入がその痛みを緩和するため、将来のトータルリターンはプラスになるはずで、将来の収益が悪化してスプレッドが拡大しても、キャリー収入によって埋め合わされると考えています。なかでも投資妙味が突出した一部資産があり、特に米国のデレートの短い投資適格債は、かなり高い確度で債務支払いが実施されるという安心感がありながら、利回りが5%を超えています。投資家が逆イールドを活用して、デレートの短い債券を購入しながら、実際にはより多くの収益が得ようとするなかで、このような種類の債券への感心の高まりが見られます。

現在、商業用不動産担保証券（CMBS）の投資家は、基準金利と比較して、AA格で約350bps、AAA格で200bpsを上回るスプレッドを提供するオポチュニスティックな投資機会にアクセスすることができます。これについてはどうお考えですか。

AS：歴史的な基準からすると、これは興味深いことで、これらの証券の多くは満期が非常に短いのです。支払われているキャリー水準を考えると、かなり状況が悪くならない限りは損失には見舞われないでしょう。



米連邦準備制度理事会（FRB）が今後MBSを売却することで想定される影響に対して市場が慢心していたため、エージェンシーMBSについてはしばらく後ろ向きな見方をしていたものの、とりわけ特定のプールのエージェンシーMBSについてより好意的な見方をし始めています。一般的な証券よりも、一部に米国のエクスポージャーのあるプールは、期限前返済率や借り手の種別といった点で、いくらか優位な特性を持っていると考えています。数ヶ月前はこのような傾向は見られませんでした。

欧州に対する悲観的な見通しに同意しますか。

AS： 欧州に対する悲観的な見方は、やや行き過ぎであると考えています。新たに発表された財政支援は、一部は政府財源から直接捻出される予定ですが、エネルギー価格上昇を抑制しながら、債務を増加させると見られます。財源の一部は、欧州の電力価格上昇から大きな利益を得ているエネルギー会社の超過利潤税の税収によるものです。つまり、景気後退は避けられないとみられるものの、その深刻度は支援が実施されなかった場合と比べて、浅くなる可能性が高いと言えると考えています。

最後に、米国資産に対してどのような見方を持っていますか。

AS： 経済の底強さを反映し、米国資産は今後アウトパフォームすると考えています。現在のように不確実性が高いなかで、世界中の投資家と話をすると、現段階で欧州や中国に投資するよりも、米国資産を保有する方が安心感があるという話になります。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management